

Liquidez do mercado secundário de debêntures: dinâmica recente, fatores determinantes e iniciativas

Carolina Amaral de Almeida
Juliana Kramer Bazilio*

Resumo

O desenvolvimento do mercado de títulos privados de renda fixa exerce papel relevante no desenvolvimento econômico. Este artigo busca prover um panorama do mercado secundário de debêntures brasileiro, compreendido entre janeiro de 2011 e junho de 2015. Para isso, expõe uma breve contextualização macroeconômica e regulatória, bem como características do mercado primário e do estoque de debêntures. Em seguida, analisa o mercado secundário a partir de medidas de liquidez e destaca características do seu funcionamento. Conclui que a liquidez do mercado secundário é baixa, mas está em evolução, com elevada contribuição das debêntures incentivadas. A liquidez das debêntures é muito inferior à dos títulos soberanos. Esse padrão também é observado nos mercados internacionais. Por fim, apresenta algumas iniciativas que poderiam incentivar o desenvolvimento do mercado de debêntures brasileiro.

* Economistas do BNDES. As autoras agradecem a valiosa assistência de Paula Meira Gonçalves, estudante de economia da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ) e estagiária da Área Financeira do BNDES quando da confecção deste trabalho. Este artigo é de exclusiva responsabilidade dos autores, não refletindo, necessariamente, a opinião do BNDES.

Abstract

Developing a private fixed-income securities market is key to economic development. This paper provides an overview of Brazil's secondary debenture market between January 2011 and June 2015. It presents a brief macroeconomic and regulatory context, besides characteristics of the primary market and the debentures outstanding. Analysis focuses on the secondary market starting with liquidity measures and highlights some of their characteristics. The conclusion is that secondary market liquidity is low, but it is improving, with a high contribution from tax-exempt debentures. Debenture liquidity is much lower than that of sovereign bonds. International markets also share this pattern. This article then describes some initiatives that might help boost Brazil's debenture market.

Introdução

O mercado de capitais desempenha papel relevante no processo de desenvolvimento econômico, uma vez que conecta agentes poupadores e agentes carentes de recursos. Por meio do mercado de capitais, é possível canalizar a poupança de determinados agentes para o setor real da economia, viabilizando recursos para a implementação de projetos de investimento.

Dessa forma, o desenvolvimento do mercado de títulos privados de renda fixa é fundamental para que as empresas tenham acesso a recursos privados de terceiros, de modo a viabilizar a expansão de seus projetos de investimento e a propiciar uma melhor gestão financeira. Apesar do avanço recente, as empresas no Brasil ainda apresentam acesso limitado ao capital privado de terceiros, especialmente de longo prazo, financiando seus projetos de investimento principalmente com capital próprio ou financiamento de instituições públicas.¹

De modo geral, um grande atrativo para investidores em títulos privados de renda fixa é a existência de um mercado secundário, o que permite aos seus detentores terem uma maneira de desmobilização desses papéis. A existência do mercado secundário permite, ainda, a atração de investidores interessados na aquisição do título em momento posterior à emissão, possibilitando que os diversos agentes possam negociar esses papéis em função de perspectivas e estratégias de crédito, juros e rentabilidade. Assim, um mercado secundário desenvolvido, ao propiciar um canal de negociação, incentiva os investidores a adquirir as debêntures no mercado primário, ampliando o acesso a recursos pelas empresas e reduzindo seus custos.

¹ Vide Torres Filho e Macahyba (2014).

Com essa motivação, este artigo busca prover um panorama do mercado secundário de debêntures brasileiro, tema ainda pouco abordado pela literatura,² com ênfase no período compreendido entre o início de 2011 e junho de 2015. A partir dele, espera-se prover insumo para um melhor diagnóstico e para o desenho de iniciativas que visem ao desenvolvimento desse mercado, além de nortear uma expectativa em relação aos níveis de liquidez passíveis de serem atingidos.

Este artigo está estruturado da seguinte forma: a próxima seção apresenta um breve resumo de fatores macroeconômicos relevantes no período de análise, para contextualizar melhor as condições do mercado. A terceira seção traz o arcabouço que ampara as ofertas públicas, bem como o benefício fiscal para debêntures de infraestrutura, que proporcionam possíveis formas de segmentar o mercado para fins de análise. A quarta seção aborda características do mercado primário de debêntures, com dados referentes às emissões ocorridas e ao perfil de investidores. A quinta seção traz dados do estoque de papéis em mercado. A sexta seção apresenta o mercado secundário, englobando características importantes do seu funcionamento e medidas de liquidez. A sétima seção tece uma comparação do mercado secundário de debêntures brasileiro com o mercado internacional de títulos corporativos de renda fixa. Por fim, a oitava seção apresenta as considerações finais.

Condições macroeconômicas

O primeiro pilar essencial para a análise é a compreensão do mercado de debêntures como parte do mercado de capitais local. Assim

² Para alguns artigos acerca da liquidez do mercado de debêntures brasileiro, veja Saito e Sheng (2008), que investigam a relação entre características e liquidez das debêntures, e Giacomoni e Sheng (2013), que buscam estimar o excesso de retorno demandado pelos investidores em função da iliquidez desses papéis.

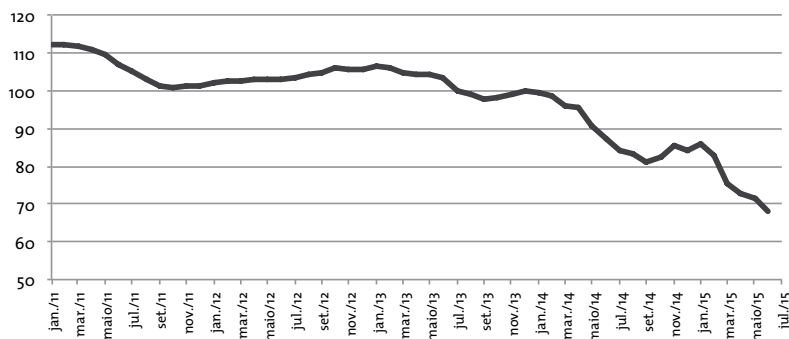
sendo, o mercado de debêntures responde diretamente a condições macroeconômicas brasileiras.

Pelo lado da economia real, em um cenário de menor expansão econômica, as companhias tendem a demandar menos recursos para investir em novos projetos e, portanto, buscam captar menos no mercado. Embora as empresas também captem para efetuar rolagem de dívidas, a perspectiva de investimento é uma variável relevante na decisão de ofertar novos títulos ao mercado.

Com o objetivo de capturar essa variável, o Gráfico 1, a seguir, mostra a evolução, desde 2011, do índice de confiança da indústria, construído a partir de sondagem da Fundação Getúlio Vargas (FGV). Os dados apontam para uma progressiva deterioração da confiança da indústria medida.

Gráfico 1

Índice de confiança da indústria



Fonte: Elaboração própria com base em dados da FGV Confiança.

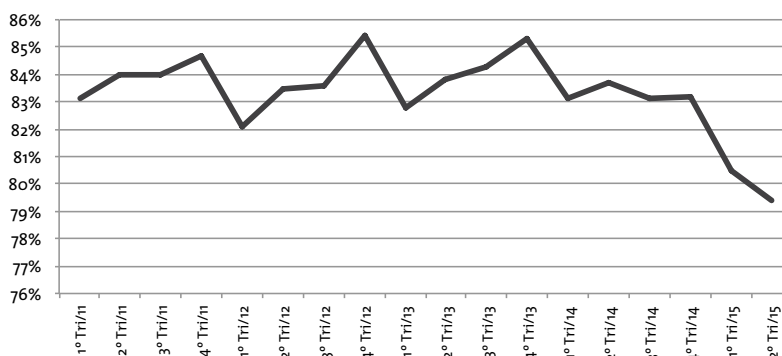
Nota: Sondagem industrial geral – índice de confiança da indústria com ajuste sazonal.

Ainda pelo lado da economia real, o Gráfico 2 ilustra que a tendência de deterioração é percebida não apenas na confiança, mas também na utilização da capacidade instalada da indústria. A título de referência, embora não apresentado no Gráfico 2, o número observado

para o segundo trimestre de 2015 é muito próximo do observado no terceiro trimestre de 2009, quando a economia brasileira ainda estava em processo de recuperação da crise internacional de 2008.

Gráfico 2

Utilização da capacidade instalada – geral



Fonte: Elaboração própria com base em dados da FGV Confiança.

Sob a ótica financeira, movimentos nas expectativas, especialmente de taxas de juros, refletem-se nos mercados de títulos públicos e, conseqüentemente, títulos privados. Elevações no nível das taxas de juros e na volatilidade no mercado financeiro acabam por afetar, pelo lado da oferta, a propensão dos emissores a fixar indexadores de suas dívidas por prazos mais longos e, pelo lado da demanda, o custo de oportunidade da aplicação em debêntures, a aversão a risco dos investidores e a percepção do potencial de rentabilidade com as negociações desses papéis. Ademais, a volatilidade das taxas de juros captura uma variável de incerteza macroeconômica, o que também impacta o mercado.

Tendo isso em vista, o Gráfico 3, a seguir, apresenta a evolução das taxas de juros reais, utilizando como base as negociações de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) com vencimento em agosto de 2020.

Gráfico 3

Taxas de juros reais baseadas nas negociações da NTN-B ago/2020



Fonte: Elaboração própria, com base em dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima).

Os dados mostram a elevação no nível de taxa de juros real ocorrida a partir do primeiro trimestre de 2013. Conforme será contextualizado nas próximas seções, as variáveis macroeconômicas têm impacto direto sobre os mercados primário e secundário de debêntures e permeiam toda a análise.

Arcabouço

Regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

A emissão, a distribuição e a negociação de debêntures públicas são regulamentadas pela CVM, com o objetivo de assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral. Atualmente, existem duas instruções emitidas pela CVM nesse sentido.

A *Instrução CVM 400* (iCVM 400), emitida em 2003, dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário e secundário, apresentando requisitos para registro de ofertas, prazos de análise, bem como caracterização de oferta pública, entre outros (CVM, 2003).

Já a *Instrução CVM 476* (iCVM 476), emitida em 2009, dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários com esforços restritos de distribuição. Essas ofertas possuem um procedimento simplificado, implicando uma redução no tempo estimado de estruturação e um barateamento do processo de emissão. Além disso, sob o amparo dessa instrução, empresas de capital fechado estão autorizadas a emitir debêntures (CVM, 2009).

Entretanto, ao reduzir as exigências de informação, as ofertas realizadas sob amparo da iCVM 476 nem sempre trazem ao mercado o grau de transparência adequado para o seu desenvolvimento. Além disso, o universo de potenciais investidores nessas ofertas é restrito, o que gera uma concentração de papéis em poder de poucos investidores, inibindo a formação de um mercado secundário ativo para esses títulos. Ademais, existe um período de *lock-up* de noventa dias para os papéis emitidos pela iCVM 476, de forma que as negociações no mercado secundário não podem se iniciar logo após a liquidação financeira da emissão.

Outro aspecto fundamental é que as emissões de debêntures sob a iCVM 476, em geral, não são oferecidas a mercado, assemelhando-se a operações de crédito bancário. Esse efeito decorre, principalmente, da diferença de tratamento tributário entre operações de crédito bancário e emissões de debêntures: enquanto é devido o pagamento de Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários (IOF) no primeiro caso, no segundo, isso não ocorre, o que acaba por gerar incentivo para que operações concebidas como crédito bancário sejam concretizadas sob a forma de emissão de debêntures para instituições financeiras alocarem em suas carteiras.

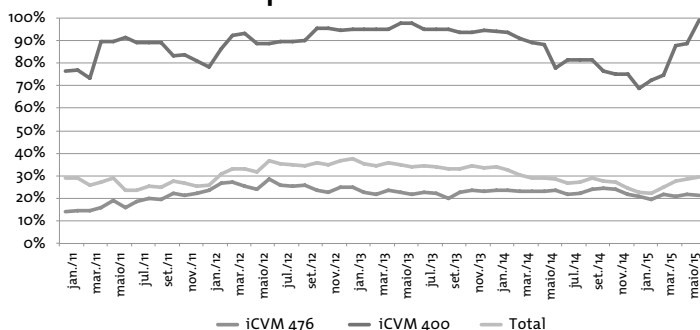
Assim, embora as ofertas via iCVM 400 apresentem custo de emissão superior, as exigências de publicidade de informações e a

possibilidade de esforços amplos de distribuição acabam por incentivar uma pulverização e criar um ambiente mais propício à realização de negócios no mercado secundário. Já as ofertas via iCVM 476 embora sejam menos custosas para o emissor e ampliem o potencial de origemação de ativos, esbarram em restrições quanto à pulverização. Essas ofertas são, em larga medida, adquiridas pelos bancos coordenadores, inibindo negócios no mercado secundário.

Com base nos dados de origemação e distribuição de debêntures, disponibilizados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), nas informações constantes do anúncio de encerramento das operações via iCVM 400, e na base de dados própria mantida pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), o Gráfico 4 a seguir ilustra o percentual distribuído das emissões recentes.³

Gráfico 4

Debêntures emitidas – percentual distribuído



Fonte: Elaboração própria, com base em dados internos do BNDES e dados obtidos nos *sites* da Anbima e da CVM.

Nota: Percentual de distribuição das ofertas por instrução CVM.

³ Destaca-se que os dados de distribuição utilizados consideram o momento de emissão dos papéis. Parte dos papéis não distribuídos quando da sua emissão podem ser negociados no mercado posteriormente.

No Gráfico 4 fica claro como o percentual das debêntures distribuídas emitidas via iCVM 476 é reduzido, girando em torno de 20%, enquanto as emissões amparadas pela iCVM 400 contam com um elevado percentual de distribuição. O fato de a linha do percentual total estar bastante próxima da linha referente à iCVM 476 denota como esta tem sido amplamente utilizada pelos emissores.

Debêntures incentivadas

Buscando estimular o investimento de longo prazo no país, em particular em projetos de infraestrutura, o governo publicou, em 24 de junho de 2011, a Lei 12.431/2011. O artigo 2º da Lei estabelece que os rendimentos produzidos por debêntures emitidas por sociedade de propósito específico para projetos de infraestrutura ou de produção intensiva em pesquisa considerados como prioritários (“debêntures incentivadas”) e auferidos por pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real estão sujeitos a uma tributação, exclusivamente na fonte, de 15%. No caso dos rendimentos auferidos por investidores estrangeiros⁴ e pessoas físicas, a alíquota se reduz a 0% (BRASIL, 2011).

A Lei disciplina, ainda, condições a serem observadas pelos ativos para que o benefício tributário possa ser aplicado. Dentre elas, destaca-se a necessidade de o papel possuir prazo médio (*duration*) de, pelo menos, quatro anos e remuneração atrelada a taxa de juros

⁴ Para investidores estrangeiros, não se faz necessário que o investimento seja considerado prioritário para obtenção do benefício tributário. Ainda, no final de 2011, foi retirada a incidência de IOF de 6% sobre o ingresso de divisas de estrangeiros para a aplicação em debêntures de longo prazo. No início do mês de junho de 2013, a alíquota zero de IOF ao investidor estrangeiro foi estendida a aplicações em títulos públicos federais, equiparando, do ponto de vista tributário, ambos os instrumentos. Como o custo de oportunidade do investidor estrangeiro foi elevado com a remoção do IOF sobre a aplicação em títulos públicos, o apelo das debêntures de infraestrutura para os investidores estrangeiros se reduziu.

pré-fixada ou vinculada a índice de preço, sendo vedada a pactuação total ou parcial de taxa de juros pós-fixada (BRASIL, 2011).

Dessa forma, em função do perfil específico dessas debêntures e do benefício fiscal para determinados investidores, pode-se segmentar o mercado, para fins de análise, em dois grandes nichos: (i) debêntures incentivadas e (ii) debêntures não incentivadas ou corporativas. Destaca-se que, para este trabalho, foram excluídas as debêntures de *leasing*, dado que não são representativas das condições de mercado.⁵

O mercado primário de debêntures

Visando contribuir para a análise do mercado secundário, esta seção apresenta um breve panorama do tamanho das emissões e de sua pulverização, das características dos ativos emitidos e do perfil dos investidores nesse mercado.

Volume emitido e distribuído

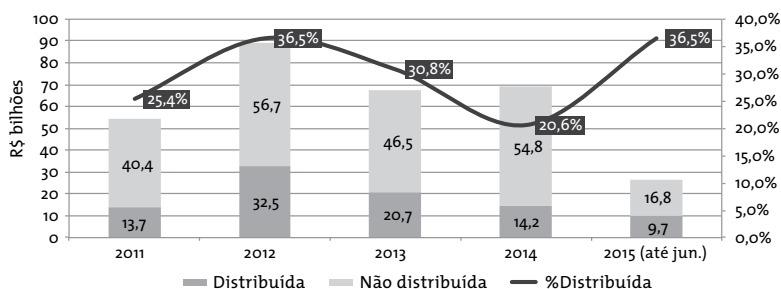
O tamanho do mercado de debêntures é um fator relevante para a liquidez do mercado secundário. Tipicamente, volumes maiores implicam maior oferta de papéis passíveis de negociação em poder dos investidores. Por outro lado, um mercado com poucos ativos passíveis de negociação desestimula os investidores a se desfazerem de suas posições, pois têm dificuldades de encontrar possibilidades de reinvestimento com níveis atrativos de remuneração. Ou seja, um mercado pequeno não apenas representa um universo reduzido de papéis para negociação, como eleva o custo de reaplicação de recursos oriundos dos papéis alienados.

⁵ As debêntures de *leasing* emitidas por empresas de *leasing* e subscritas pelo próprio grupo financeiro da emissora, como uma forma de captação intragrupo sem a incidência de IOF.

Tendo isso em vista, os gráficos 5 e 6 apresentam os volumes emitidos no mercado de debêntures corporativas e de incentivadas. Na linha do que foi apresentado na subseção “Regulamentação da CVM”, destaca-se a importância de, na análise de dados de volume de emissões de debêntures, segregarmos o volume de debêntures distribuídas, que efetivamente refletem condições do mercado de capitais de títulos privados, e não do mercado de crédito bancário.

Gráfico 5

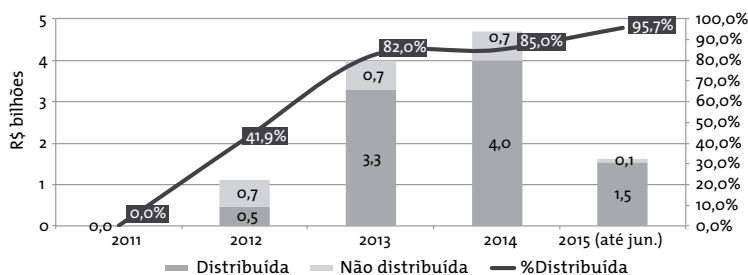
Volume emitido x volume distribuído por ano (debêntures corporativas)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados internos do BNDES e dados obtidos nos *sites* da Anbima e da CVM.

Gráfico 6

Volume emitido x volume distribuído por ano (debêntures incentivadas)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados internos do BNDES e dados obtidos nos *sites* da Anbima e da CVM.

Nota-se que, dos cerca de R\$ 306 bilhões emitidos em debêntures corporativas desde 2011, apenas cerca de 30% têm sido distribuídas efetivamente ao mercado. Embora apresentem um volume emitido total inferior, de cerca de R\$ 11 bilhões, as ofertas de debêntures incentivadas têm contado com elevado grau de distribuição, em torno de 85%. Com o benefício fiscal provido pela Lei 12.431/2011, especialmente para pessoas físicas, os emissores são incentivados a envidar maiores esforços de distribuição para capturar uma redução no seu custo de captação.

Ainda em relação ao volume de ofertas no mercado brasileiro, destaca-se que grandes empresas, em geral, têm acesso ao mercado internacional e tendem a captar nele. Assim, o mercado brasileiro tende a não contar com grandes volumes de captações dessas companhias.

A partir desses dados, percebe-se que a base de ativos efetivamente oferecidos em mercado (isto é, aqueles que foram distribuídos) ainda é relativamente pequena se comparada à base agregada, gerando efeitos potencialmente negativos sobre a liquidez do mercado secundário. As debêntures incentivadas, embora representem um percentual ainda pequeno das emissões, têm sido mais amplamente distribuídas, o que deve implicar uma maior liquidez desses papéis no mercado secundário.

Perfil dos ativos

Além do volume, as características dos ativos em mercado afetam diretamente a propensão dos investidores a negociá-los. Nesta subseção, apresentamos dados referentes a prazo, indexador e risco de crédito das ofertas.

Prazo

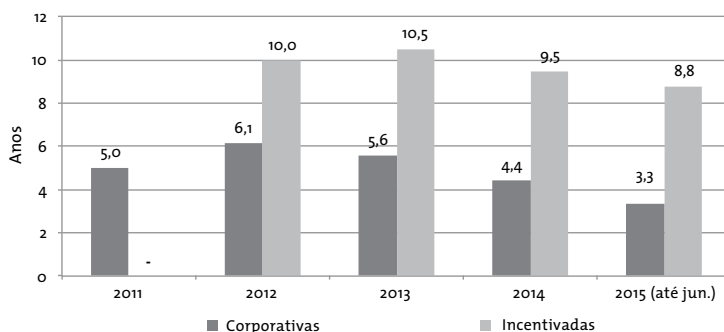
Em termos de prazo, papéis mais longos tendem a apresentar *duration* maior, o que significa que seus preços são mais sensíveis a alte-

rações de perspectiva de juros e crédito, potencializando estratégias dos investidores e, portanto, negócios.

O Gráfico 7 apresenta a evolução dos prazos das debêntures corporativas e incentivadas distribuídas nos últimos anos.

Gráfico 7

Prazo médio por ano



Fonte: Elaboração própria, com base em dados internos do BNDES e dados obtidos nos *sites* da Anbima e da CVM.

Nota: Média ponderada dos prazos das emissões distribuídas – corporativas e incentivadas.

Nota-se que tem havido uma redução progressiva e significativa dos prazos das debêntures corporativas desde 2012. Vale pontuar que o cenário macroeconômico mais incerto a partir do primeiro trimestre de 2013 se refletiu em uma maior aversão a risco dos investidores. Já as debêntures incentivadas, ainda que seja observada redução, têm mantido uma média de prazo elevada, consistente com o requisito de *duration* mínima da Lei 12.431/2011 e com a maior adequação de um *funding* de longo prazo para financiamento de projetos de infraestrutura. A redução de prazo observada nas debêntures incentivadas também pode ser explicada por um componente

macroeconômico, mas ressalva-se que os prazos dessas emissões são bem mais sensíveis a características específicas de cada projeto.

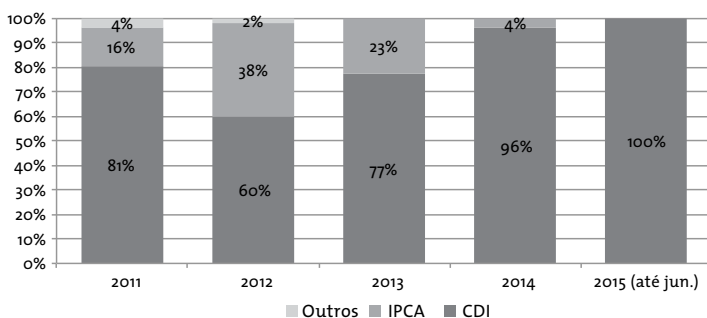
Indexador

Em termos de indexador, papéis com um componente prefixado também tendem a apresentar *duration* maior, o que potencializa negócios. Dessa forma, papéis remunerados pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acrescido de *spread* ou por uma taxa prefixada incorporam um componente de risco de taxa de juros, além do risco de crédito. Isso os torna candidatos mais fortes para negociação do que papéis que incorporam apenas o *spread* de crédito, como é o caso daqueles atrelados ao Certificado de Depósito Interbancário (CDI).

O Gráfico 8 apresenta a evolução do indexador das debêntures corporativas distribuídas nos últimos anos. Não é apresentada a segregação por debêntures incentivadas distribuídas no período porque estas, em sua totalidade, são remuneradas por IPCA + *spread*.

Gráfico 8

Percentual do volume distribuído por indexadores – debêntures corporativas



Fonte: Elaboração própria, com base em dados internos do BNDES e dados obtidos nos *sites* da Anbima e da CVM.

Os dados apontam para uma forte predominância do uso do CDI como indexador das debêntures corporativas distribuídas, especialmente no primeiro semestre de 2015. Em contrapartida, a utilização do IPCA tem se reduzido expressivamente desde 2012. As razões para tal comportamento residem nas condições macroeconômicas observadas em cada período, abordadas na segunda seção deste artigo, combinadas com perfil de investidores desse mercado, conforme abordaremos nas subseções que se seguem.

Em especial, a elevação das taxas de juros reais negociadas no mercado de títulos públicos exerceu papel central nessa trajetória: afetou as emissões em IPCA via oferta, implicando menor propensão a fixar taxas de dívidas, e via demanda, acarretando menor propensão a comprar debêntures *vis-à-vis* títulos públicos. Por sua vez, a persistência do padrão de utilização do CDI como indexador nas ofertas pode ter impacto negativo sobre a liquidez do mercado.

Rating

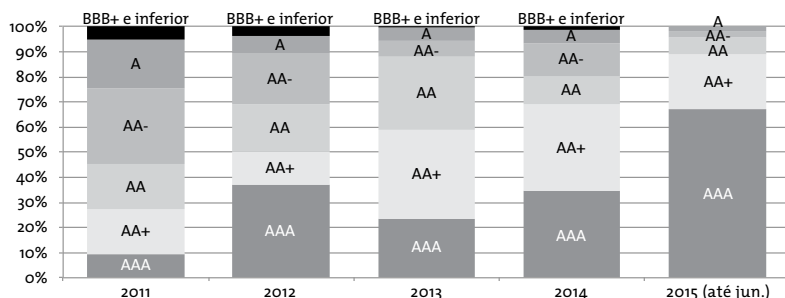
Em termos de *rating*, uma base de papéis concentrada em emissores de risco de crédito melhor tende a desestimular os investidores a conduzir uma gestão ativa das suas carteiras, tendo em vista uma baixa probabilidade de deterioração da qualidade do crédito.

O Gráfico 9 apresenta a evolução do *rating* das debêntures distribuídas nos últimos anos, quando disponível. A apresentação dos dados não segrega debêntures corporativas e incentivadas porque o perfil de risco de crédito é similar.

Observa-se que o volume distribuído ainda está substancialmente concentrado em emissões com *rating* melhor ou igual a AA-. O percentual das emissões com tal perfil de risco de crédito manteve-se acima de 70% desde 2011, atingindo patamar superior a 90% desde 2013.

Gráfico 9

Distribuição do volume distribuído por *rating*



Fonte: Elaboração própria, com base em dados internos do BNDES e dados obtidos nos *sites* da Anbima, da CVM e da Bloomberg.

Nota: Percentual do volume das ofertas distribuídas por *rating*, considerando-se apenas as emissões de empresas com *rating*. Cerca de 15% do volume distribuído, na média do período em questão no gráfico, refere-se a emissões de empresas sem *rating*.

Resumo comparativo

Por fim, a Tabela 1 a seguir estabelece uma comparação entre o perfil das emissões das debêntures corporativas e incentivadas, resumindo as características predominantes em cada caso apontadas ao longo desta subseção.

Tabela 1

Comparação entre características predominantes de debêntures corporativas e incentivadas.

Características predominantes	Debêntures corporativas	Debêntures incentivadas
Volume emitido	≈ R\$ 306 bi	≈ R\$ 11 bi

(Continua)

(Continuação)

Características predominantes	Debêntures corporativas	Debêntures incentivadas
Distribuição média	≈ 30%	≈ 80%
Prazo médio	≈ 5 anos	≈ 10 anos
Indexador	CDI	IPCA
Rating	≥ AA-	≥ AA-

Fonte: Elaboração própria, com base em dados internos do BNDES e dados obtidos nos *sites* da Anbima, da CVM e da Bloomberg.

Perfil de investidores

A alocação das emissões entre investidores traz informações interessantes para uma melhor compreensão da dinâmica do mercado primário e secundário. Alguns tipos de investidores apresentam maior apetite por determinado perfil de papéis. Alguns investidores têm maior disposição para reter os papéis do que para vendê-los, seja por possuírem estratégias de longo prazo para seus ativos, seja por não apresentarem incentivos para realizar uma gestão ativa de suas carteiras para a obtenção de uma rentabilidade atrativa.

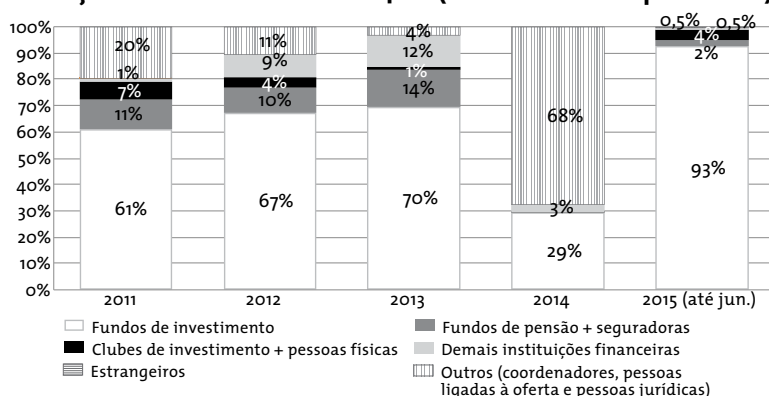
Além disso, quanto mais investidores possuírem determinado papel e quanto maior a pulverização das ofertas em mercado, maior o universo de possíveis vendedores, potencializando um número maior de negócios. Nesse sentido, vale destacar que o procedimento de descoberta de preço (*bookbuilding*) das ofertas brasileiras é baseado em leilão holandês, privilegiando uma redução de custos ao emissor e podendo acarretar uma baixa pulverização. Já no mercado internacional, há uma alocação discricionária dos investidores, privilegiando a pulverização das ofertas e incentivando a liquidez do mercado secundário.

O universo de potenciais investidores de debêntures é constituído por (i) indústria de fundos de investimento, (ii) fundos de pensão, (iii) tesourarias de instituições financeiras, (iv) pessoas físicas, e (v) estrangeiros.

O mercado de debêntures corporativas é bastante concentrado na indústria de fundos, como pode ser observado no Gráfico 10, que apresenta a alocação das debêntures emitidas por meio da iCVM 400.⁶

Gráfico 10

Alocação das emissões iCVM 400 (debêntures corporativas)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados internos do BNDES e dados obtidos no *site* da CVM.

Nota: Percentual de volume de alocação por investidor nas ofertas corporativas via iCVM 400.

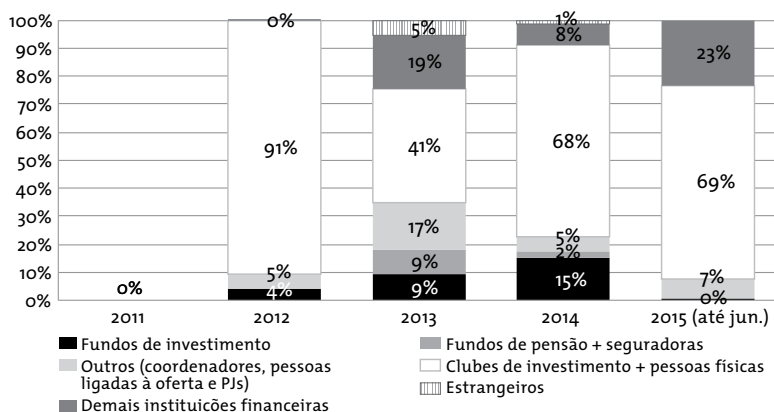
Destaca-se que em 2014 houve uma oferta relevante de Petrobras que foi subscrita integralmente pelo banco coordenador da oferta, o que acabou gerando um percentual elevado para esse tipo de investidor. Ao desconsiderar essa oferta, o percentual subscrito por essa classe de investidor cairia para 17,8%.

⁶ O anúncio de encerramento de debêntures emitidas por meio da iCVM 400 apresenta a distribuição dos subscritores da oferta. A divulgação dessa informação não é obrigatória para as emissões realizadas pela iCVM 476, o que, na prática, implica a não disponibilização dessa informação.

Já o mercado de debêntures incentivadas via iCVM 400, por causa do benefício tributário, tem se concentrado em pessoas físicas e instituições financeiras, conforme ilustra o Gráfico 11.

Gráfico 11

Alocação das emissões iCVM 400 (debêntures incentivadas)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados internos do BNDES e dados obtidos no *site* da CVM.

Nota: Percentual de volume de alocação por investidor nas ofertas incentivadas via iCVM 400.

As subseções a seguir apresentam características gerais de cada tipo de investidor e buscam entender o comportamento observado nos gráficos 10 e 11.

Indústria de fundos

A indústria de fundos possui poucos participantes significativos, o que pode se traduzir em uma concentração das debêntures em poucos agentes. A título de ilustração, os dez participantes mais relevantes concentram cerca de 76% do patrimônio líquido total dos fundos geridos. O patrimônio líquido da indústria de fundos em ju-

nho de 2015 era igual a R\$ 2,7 trilhões, enquanto o volume alocado em debêntures era de, aproximadamente, R\$ 91,5 bilhões, o que representa um percentual de 3,4% sobre o total.

Destaca-se que boa parte da indústria de fundos utiliza como *benchmark* padrão o CDI, o que leva as *assets* a apresentarem apetite por debêntures remuneradas por esse tipo de indexador. Os fundos atrelados ao CDI são, geralmente, oferecidos aos clientes pelo seu perfil conservador, por apresentarem baixa volatilidade das cotas, dada a baixa *duration* dos ativos que compõem suas carteiras.

Já os fundos de renda fixa atrelados a índices têm sofrido resgates desde o segundo trimestre de 2013, quando as taxas de juros da economia voltaram a subir e as cotas passaram a apresentar rentabilidade negativa. Isso, por sua vez, tem reduzido a demanda das *assets* por debêntures em IPCA e se reflete em um menor volume de emissões corporativas nesse indexador.

Logo, a indústria de fundos, embora seja uma fonte consistente de demanda por ativos, mostra-se bastante concentrada em poucos *players* e com apetite por papéis remunerados pelo CDI, o que tende a gerar impacto negativo sobre o mercado secundário.

Fundos de pensão

Pela natureza dos investimentos requeridos, os fundos de pensão apresentam apetite principalmente por papéis indexados ao IPCA e de prazos longos. Por um lado, papéis mais longos e em IPCA apresentam maior *duration* e incentivam negócios no mercado secundário. Por outro, o horizonte de longo prazo dos fundos de pensão incentiva um perfil de comprar e manter o papel em carteira (*buy-and-hold*), o que acaba por inibir negociações.

Os fundos de pensão revisaram suas metas atuariais ao longo de 2012, motivados pelos baixos níveis atingidos pelas taxas de juros

reais no mercado de títulos públicos. A queda na rentabilidade auferida na compra de títulos públicos motivou a busca por ativos com rentabilidade superior, como as debêntures. Assim, a participação dos fundos de pensão nas ofertas aumentou nos anos de 2012 e 2013.

No entanto, com a subida das taxas de juros ocorrida a partir do primeiro trimestre de 2013, os fundos de pensão têm conseguido cumprir suas metas por meio da aplicação em títulos públicos, ativos que apresentam maior liquidez e dispensam análise de crédito corporativo.

Logo, conforme mostrado no Gráfico 10, a participação dos fundos de pensão nas ofertas tem perdido importância, o que também tem reduzido a demanda por debêntures em IPCA e se reflete em um menor volume de emissões corporativas nesse indexador.

Instituições financeiras

As tesourarias de instituições financeiras têm sua carteira própria de debêntures e realizam sua gestão em função de fluxos com clientes e visões sobre o risco de crédito dos papéis. Esses investidores também atuam como coordenadores de ofertas via iCVM 476 e, usualmente, retêm grande parte desses papéis, tornando-os mais assemelhados a crédito privado do que a operações de mercado.

No nicho das debêntures incentivadas, as tesourarias têm tido percentual de alocação de 15%, na média. Apesar de se beneficiarem de uma redução na alíquota de imposto de renda de 25% para 15% nesses papéis, as perdas ocasionadas por negociações de debêntures incentivadas não são dedutíveis e, portanto, não geram crédito fiscal, como ocorre nas debêntures não incentivadas. Isso pode ser entendido como um fator que inibe maior participação desses investidores e uma maior negociação desses papéis no mercado secundário, especialmente em um cenário de subida de taxas de juros reais.

Pessoas físicas

A participação de pessoas físicas nos papéis corporativos segue bastante reduzida devido a um elevado custo de distribuição incorrido pelos emissores atrelado a uma tímida perspectiva de redução de *spread* na captação. Já no nicho de debêntures incentivadas, as pessoas físicas têm tido participação relevante – cerca de 70% – em função da alíquota zero de imposto sobre seus rendimentos. A apropriação de ganhos sem incidência de imposto e a maior pulverização dessas ofertas têm tido efeito bastante positivo sobre o mercado secundário de debêntures.

Estrangeiros

Os investidores estrangeiros possuem um benefício tributário para negociar títulos públicos, que apresentam rentabilidade atrativa e liquidez considerável. Dessa forma, ao aplicar recursos no mercado brasileiro, esses investidores têm tido maior incentivo para participar do mercado local de títulos públicos e de derivativos, com participação basicamente nula no mercado de debêntures. Apesar da existência do incentivo tributário provido pela Lei 12.431/2011, os estrangeiros ainda não vêm acessando esse mercado de forma expressiva e, portanto, não têm papel relevante para o mercado secundário brasileiro.⁷

⁷ As possíveis razões para a baixa participação dos estrangeiros no mercado de debêntures brasileiro são: (i) baixa liquidez no mercado secundário de forma geral, principalmente se comparada à de títulos públicos, o que representa um entrave para a desmobilização de carteiras, fator altamente sensível para esses investidores; (ii) tamanho das emissões realizadas, o que desincentiva a análise de crédito para um investimento de relativamente baixo volume; (iii) falta de padronização dos papéis, o que eleva os custos de acompanhamento/decisão.

Estoque de debêntures

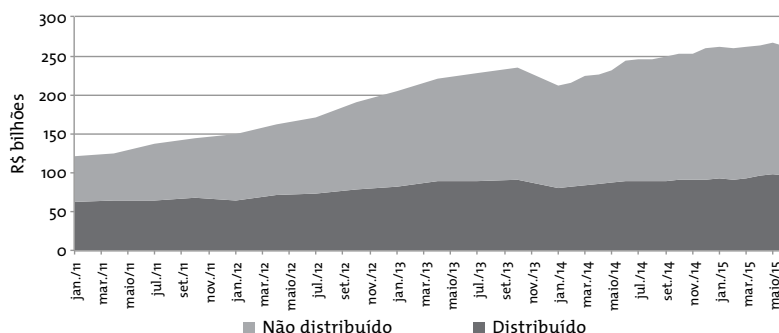
Destacamos na seção anterior que o tamanho do mercado de debêntures é um fator relevante para a liquidez do mercado secundário, assim como as características dos ativos em circulação. Naturalmente, os volumes e as condições das emissões se refletem nos volumes e condições do estoque, o qual constitui a base de ativos em circulação, passível de ser negociada no mercado secundário. Nesta seção, a partir de dados do mercado primário, estimamos números de estoque de debêntures, excluindo-se aquelas de *leasing*.

Conforme abordado anteriormente, de modo a analisar o mercado secundário de debêntures de forma mais consistente, deve ser considerado apenas o universo de papéis que efetivamente foram a mercado, o que torna necessário realizar um tratamento na base de dados. A estimativa do estoque de debêntures distribuídas a mercado, excluindo-se as operações de empresas financeiras e de *leasing*, foi feita com base nos dados de origem e distribuição de debêntures, disponibilizados pela Anbima, nas informações constantes do anúncio de encerramento das operações via iCVM 400 e na base de dados própria mantida pela Área Financeira do BNDES. É importante ressaltar que a base de investidores no primário, utilizada para tal estimativa, não necessariamente se mantém durante a vida do papel. É possível que alguns papéis encarteirados *a priori* sejam distribuídos ao mercado por meio do secundário, seja via alocação em fundos do grupo, seja via negócios entre contrapartes distintas, potencializando novos negócios. Além disso, nem todas as emissões computadas na base de dados mantida pelo BNDES constam da base de dados de origem e distribuição da Anbima. Nesses

demais casos, considerou-se que o percentual distribuído foi nulo.⁸ O Gráfico 12 apresenta a evolução do estoque de debêntures, segregando-se por montante distribuído e não distribuído.

Gráfico 12

Estoque distribuído x estoque não distribuído



Fonte: Elaboração própria, com base em dados internos do BNDES e dados obtidos nos *sites* da Anbima, da Cetip e da CVM.

Nota: Estoque estimado das debêntures distribuídas e não distribuídas a mercado.

Ressalva-se que não foi descartada a possibilidade de que a estimativa de estoque esteja subestimada em função do exposto anteriormente. Portanto, é requerida alguma cautela na interpretação dos resultados e na inferência de conclusões.

Ao realizar o tratamento da base de dados, observamos na seção anterior que o volume de emissões distribuído não é elevado. Consequentemente, isso se reflete em um relativamente baixo estoque de papéis efetivamente de mercado, que são negociados no secundário.

⁸ Esse tratamento é consistente com o fato de que as instituições são classificadas pela Anbima em função da quantidade de debêntures originada e distribuída a mercado. Como essas instituições perseguem a melhor colocação possível nesse *ranking*, há grandes incentivos para a provisão desta informação, de forma que a sua ausência da base de dados provavelmente sinaliza que a emissão não foi distribuída.

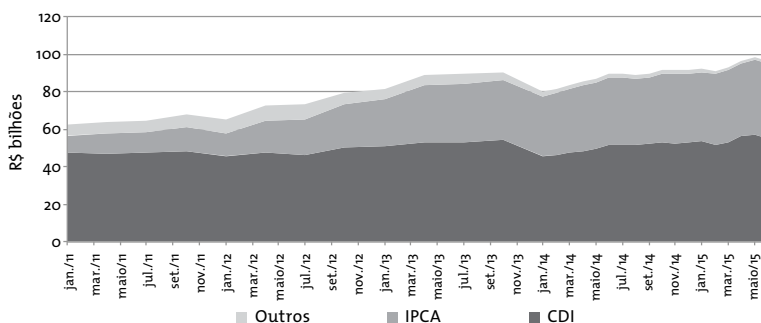
Fica claro pelos dados apontados que o tamanho efetivo do mercado, *vis-à-vis* o estoque total de debêntures emitidas, é reduzido, ficando em cerca de R\$ 95 bilhões em junho de 2015, o que corresponde a cerca de 1,7% do Produto Interno Bruto brasileiro de 2014. Desse total, há cerca de 390 séries emitidas. Se considerarmos o estoque de debêntures no total, este tem cerca de R\$ 260 bilhões em debêntures na mesma data-base.⁹

Um estoque relativamente baixo dificulta a existência de um mercado secundário. Assim, entende-se que o pequeno tamanho do mercado de debêntures brasileiro é um fator fundamental que contribui negativamente para a liquidez no mercado secundário, juntamente com outros fatores abordados na próxima seção.

Dada a estimativa de estoque de debêntures efetivamente distribuídas a mercado, é importante analisarmos a segregação por indexador. Assim, o Gráfico 13 apresenta essa informação.

Gráfico 13

Estoque distribuído por indexador



Fonte: Elaboração própria, com base em dados internos do BNDES e dados obtidos nos *sites* da Anbima, da Cetip e da CVM.

Nota: Estoque estimado por indexador das debêntures distribuídas a mercado.

⁹ Como referência adicional, os dados do Banco Central do Brasil apontam que o saldo total da carteira de crédito com recursos livres para pessoas jurídicas é da ordem de R\$ 1,6 trilhão em junho de 2015 (informação obtida no *site* da Cetip).

Conforme esperado a partir das informações do mercado primário, o estoque de debêntures está predominantemente constituído por papéis atrelados ao CDI. Conforme já exposto, essa predominância é outro fator que contribui negativamente para a liquidez no mercado secundário.

O mercado secundário de debêntures

Funcionamento do mercado

O mercado de debêntures brasileiro possui várias particularidades que impõem diversos custos de operação e dificuldades para precificação, que acabam por impactar a liquidez do mercado secundário.

Primeiramente, destaca-se que o mercado secundário brasileiro é, essencialmente, um mercado de balcão, com pouca utilização de plataforma eletrônica. Isso tende a impactar negativamente a transparência do mercado e impor uma maior dificuldade na precificação dos ativos.

Por outro lado, tem havido iniciativas importantes nos últimos anos no sentido de elevar a transparência do mercado secundário. Dentre elas, podemos destacar a criação do Sistema Reune Anbima (Reune), em 2012. Inspirado no Trace (*Trade Reporting and Compliance Engine*), que é um sistema que captura e dissemina informações sobre o mercado secundário externo de *bonds*, o Reune visa facilitar o processo de formação de preços, a partir da maior visibilidade das informações de negociação das debêntures. Aliada a essa iniciativa, foi estabelecida regulamentação que obriga os investidores a registrar tempestivamente os negócios efetuados no mercado secundário por meio do módulo de registro da plataforma eletrônica da Cetip, com vínculo para alimentar a base do Reune. Dessa forma, estabeleceram-se procedimentos que incentivaram o aumento da transparência e da provisão de preços das debêntures negociadas em mercado.

Além disso, pontua-se a existência de elevados custos de transação nesse mercado. Uma das fontes desses custos é a falta de padronização dos papéis emitidos. Nesse sentido, podem-se citar, por exemplo, os diversos calendários customizados de amortização e pagamento de juros. Apesar de a flexibilização na estruturação dos fluxos de pagamentos permitir ao emissor uma maior aderência à sua gestão financeira, a ausência de um padrão dificulta a adequada precificação dos papéis, elevando os custos dos participantes desse mercado. Nesse sentido, também vale destacar a criação de grupo de trabalho da Anbima que visa à padronização de cláusulas de escrituras de debêntures.

Nos últimos anos, a Cetip passou a disponibilizar ferramentas para permitir a negociação dos ativos via taxa, com o cálculo automático do preço correspondente. As calculadoras da Anbima e da Cetip reduzem significativamente os custos de transação e de acompanhamento desse mercado, mas ainda não abrangem todo o universo de papéis existentes.

Outro exemplo de característica do mercado que impõe custos para precificação é o fato de que diversas debêntures apresentam a opção de o emissor resgatar antecipadamente os papéis em circulação a partir de determinada data a preços diferentes dos de mercado. No caso de os emissores entenderem, por exemplo, que são capazes de captar a um custo menor do que o constante nos papéis emitidos no passado, há forte incentivo para o resgate antecipado. Isso representa um risco para os investidores e uma grande dificuldade de análise e precificação dessa opção.

Outro custo associado a esse mercado refere-se à dificuldade de encontro entre potenciais compradores e vendedores do mesmo papel. A pouca pulverização dos papéis e a baixa utilização de plataforma eletrônica para negociação contribuem para essa dificuldade. O fato de esse mercado ainda ser pequeno, do ponto de vista de estoque e

volume negociado, também pode desestimular a alocação de equipes maiores especializadas nas instituições para a análise e o acompanhamento das debêntures. No entanto, temos percebido uma maior participação de corretoras nesse mercado nos últimos anos, que têm atuado com o objetivo de facilitar que os fluxos de demanda por ativos encontrem os fluxos de oferta e têm incentivado negócios.

Enfim, o desenvolvimento desse mercado acaba ainda incorrendo em gargalos relacionados a uma reduzida transparência e altos custos de transação. Entretanto, diversas iniciativas têm buscado endereçar esses pontos e, certamente, espera-se que acarretem um impacto positivo importante sobre a liquidez do mercado secundário.

Dados

Depois de feita uma análise dos aspectos qualitativos que impactam o mercado secundário, esta subseção se destina a analisar a liquidez desse mercado. A literatura internacional destaca três dimensões principais de liquidez:¹⁰ *spread*, profundidade e resiliência. *Spread* refere-se aos custos de transação, capturados pela diferença entre os preços transacionados e o preço médio entre ofertas ou pelo próprio *spread* entre as ofertas de compra e venda do mercado. Profundidade diz respeito ao volume passível de ser transacionado sem impactar severamente os preços de mercado. Resiliência refere-se à velocidade com a qual o mercado se ajusta a fluxos desproporcionais.

De forma simplificada, o artigo irá ater-se às dimensões de profundidade e de *spread* para que seja avaliada a capacidade que os investidores têm de alienar ou adquirir ativos no mercado.¹¹ Nesse

¹⁰ Para mais informações ver Sarr e Lybek (2002) e Dong, Kempf e Yaday (2007).

¹¹ A dimensão de resiliência não é explorada devido à indisponibilidade, para o mercado brasileiro, de informações intradiárias que seriam necessárias para a análise, tais como o horário das negociações.

sentido, são apresentadas diversas medidas de liquidez do mercado secundário: (i) volume; (ii) número de negócios; (iii) giro e (iv) diferença entre *spreads* de compra e venda. Então, são expostos os prós e os contras de cada medida e os respectivos dados referentes ao mercado de debêntures, comparando-se com o mercado de títulos públicos federais. Na próxima seção, que trata do mercado internacional, é traçado o paralelo entre o mercado de renda fixa soberana e corporativa para diversos países.

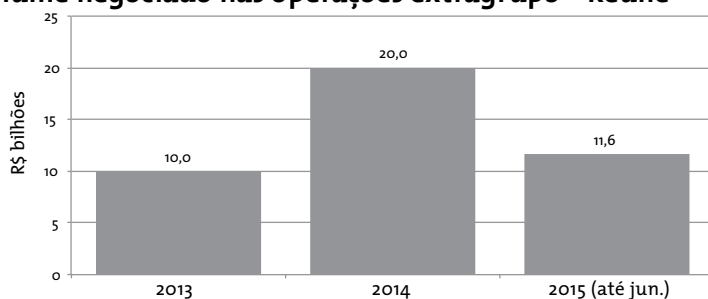
Volume

A medida bruta de volume expõe o volume efetivo negociado. Como lado positivo, provê noção do tamanho da posição que os participantes são capazes de comprar ou vender no mercado secundário. Em contrapartida, se o tamanho das posições detidas pelos investidores não é grande, então, analisar o volume por si só não representa plenamente a noção de liquidez.

O Gráfico 14 apresenta o volume de negócios registrado no Reune, considerando-se apenas negociações extragrupo.¹²

Gráfico 14

Volume negociado nas operações extragrupo – Reune



Fonte: Elaboração própria, com base em dados obtidos no *site* da Anbima.

¹² As negociações extragrupo são aquelas entre participantes de diferentes conglomerados financeiros. Por exemplo, exclui-se a alocação de ativos entre fundos de um mesmo gestor.

Destaca-se que as informações de negócios do Reune começaram a ser divulgadas em 2013. Além disso, o sistema sofreu melhorias na captura de informações no primeiro semestre de 2014, o que dificulta uma análise temporal. De toda forma, o dado provê um bom retrato do volume negociado no mercado secundário: em 2014 foram negociados R\$ 20 bilhões e, até metade do ano de 2015, R\$ 11,6 bilhões. Esses números proveem um indicativo da profundidade recente do mercado secundário de debêntures brasileiro.

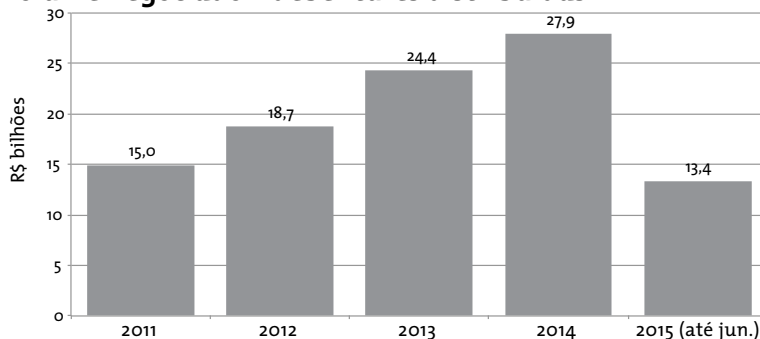
Outra forma de gerarmos o número de volume negociado é extrairmos todos os negócios com registro na Cetip, que englobam tanto as operações intragrupo quanto as extragrupo. A partir dessa estimativa, aplicamos um filtro para expurgar os negócios com as debêntures de *leasing*. Também tratamos os dados para segregar as debêntures que não foram objeto de distribuição no mercado primário.¹³ Por um lado, conseguimos visualizar negócios papel a papel e manter uma consistência na qualidade da captura dos dados, o que permite uma comparação temporal. Por outro, não somos capazes de inferir quais negócios são extragrupo, de modo que o dado atual nos parece mais bem retratado pelas informações do Reune.

Ressaltados esses pontos, o gráfico a seguir apresenta a evolução do volume negociado no mercado secundário de debêntures, considerando-se apenas as debêntures distribuídas quando de sua emissão.

¹³ Entende-se que negociações envolvendo papéis não distribuídos não constituem negociações efetivamente de mercado e, portanto, devem ser tratadas com cuidado para a análise. É interessante notar que negociações com papéis não distribuídos envolvem, tipicamente, volumes altos em operações pontuais. Embora não se apresente esse dado, há uma grande discrepância entre os dados de volume negociado total e distribuído, mas uma baixa discrepância entre os dados de número de negócios total e distribuído.

Gráfico 15

Volume negociado – debêntures distribuídas



Fonte: Elaboração própria, com base em dados internos do BNDES e dados obtidos nos *sites* da Anbima, da Cetip e da CVM.

Nota: Volume negociado em operações com papéis distribuídos quando da emissão.

O Gráfico 15 mostra que o volume negociado no mercado secundário tem sido crescente entre 2011 e 2014, quando atingiu cerca de R\$ 28 bilhões, o que perfaz um valor médio de cerca de R\$ 530 milhões negociados por semana ou R\$ 111 milhões por dia.¹⁴ No entanto, se utilizarmos o volume negociado no mercado de títulos públicos federais como referência, nota-se que a liquidez do mercado de debêntures é bastante reduzida. Tanto em 2013 quanto em 2014, foram negociados mais de R\$ 2,5 trilhões em títulos públicos. Só no primeiro semestre de 2015, esse volume se aproxima de R\$ 2 trilhões.¹⁵ Esses dados apontam como esses dois mercados possuem escalas muito distintas.

Para complementarmos a análise da medida de volume, a Tabela 2 mostra a representatividade das debêntures incentivadas distribuídas *vis-à-vis* ao total das debêntures distribuídas.

¹⁴ Nota-se que o volume obtido a partir dos dados da Cetip superestima os do Reune, usados como referência, consistente com o fato de considerar também negócios intragrupo.

¹⁵ Considerando-se apenas as operações definitivas extragrupo.

Tabela 2

Razão entre o volume negociado com debêntures incentivadas e com o total de debêntures, considerando-se apenas aquelas distribuídas na data de emissão

Ano	Volume incentivadas/total
2011	0,0%
2012	0,4%
2013	13,3%
2014	19,1%
2015 (até Jun)	26,1%

Fonte: Elaboração própria, com base em dados internos do BNDES e dados obtidos nos sites da Anbima, da Cetip e da CVM.

Nota-se uma participação significativa das debêntures incentivadas, em linha com o esperado, por serem ativos com uma base de investidores mais pulverizada, com maior duration e com incentivo tributário sobre o ganho de capital, especialmente se considerarmos que o estoque de debêntures incentivadas representa menos de 10% do estoque total em junho de 2015.

Número de negócios

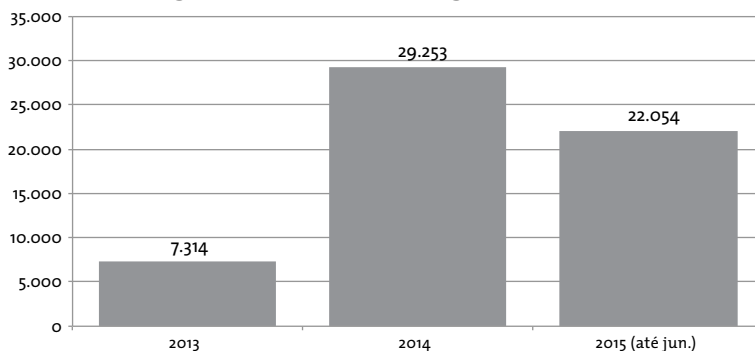
Em um mercado com emissões relativamente pequenas e um estoque em mercado reduzido, a medida do número de negócios é interessante porque captura a intensidade da atividade do mercado a despeito de os volumes absolutos serem baixos. Em contrapartida, caso cada negócio tenha volume muito baixo (por exemplo, R\$ 10 mil), a profundidade do mercado não é significativa, ainda que o número de negócios seja bastante elevado.

O Gráfico 16 apresenta um retrato atual da quantidade de negócios registrados no Reune, considerando-se apenas negociações extragrupo.

Já o Gráfico 17 apresenta a evolução do número de negócios no mercado secundário de debêntures, considerando-se apenas as debêntures distribuídas quando de sua emissão.¹⁶

Gráfico 16

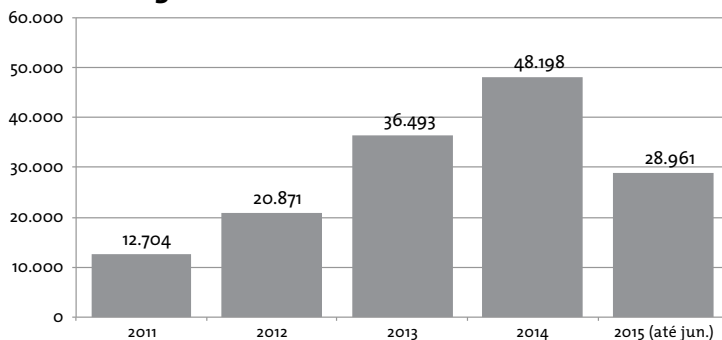
Número de negócios – Reune (extragrupo)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados obtidos no *site* da Anbima.

Gráfico 17

Número de negócios – debêntures distribuídas



Fonte: Elaboração própria, com base em dados internos do BNDES e dados obtidos nos *sites* da Anbima, da Cetip e da CVM.

Nota: Quantidade de operações com papéis distribuídos quando da emissão.

¹⁶ Nota-se que o número de negócios obtido a partir dos dados da Cetip superestima os do Reune, usados como referência, consistente com o fato de considerar também operações intragrupo.

O Gráfico 17 mostra que a trajetória do número de negócios no mercado secundário é similar à do volume negociado: o número quase quadruplicou entre 2011 e 2014, quando atingiu cerca de 48.000 operações. No entanto, se compararmos com o mercado de títulos públicos federais, também se nota uma escala bastante diversa: houve mais de 100.000 operações com títulos públicos por ano.¹⁷

Para complementarmos a análise da medida de número de negócios, a Tabela 3 mostra a representatividade das debêntures incentivadas distribuídas *vis-à-vis* ao total das debêntures distribuídas.

Tabela 3

Razão entre o número de operações com debêntures incentivadas e com o total de debêntures, considerando-se apenas aquelas distribuídas na data de emissão

Ano	Número de negócios – incentivadas/total
2011	0,0%
2012	1,2%
2013	42,8%
2014	63,4%
2015 (até Jun)	68,8%

Fonte: Elaboração própria, com base em dados internos do BNDES e dados obtidos nos *sites* da Anbima, da Cetip e da CVM.

Nota-se uma participação ainda mais significativa das debêntures incentivadas, em linha com o esperado. Nesse caso, como há grande participação de pessoas físicas, que, em geral, operam com montantes menores, a informação da quantidade de negócios captura a profundidade do mercado sob uma perspectiva mais adequada para os investidores de menor porte.

¹⁷ Considerando-se apenas as operações definitivas extragrupo.

Giro

Para capturar uma noção de liquidez que compatibilize a escala do volume negociado com a escala do estoque em mercado, é comum a construção de uma medida de giro. O giro é composto pela razão entre volume negociado e estoque em circulação. Essa razão pode ser interpretada como quantas vezes o estoque em circulação foi transacionado no mercado secundário, constituindo uma medida relativa da profundidade do mercado.

O primeiro número de giro que foi gerado tem por base os dados extragrupo do Reune e do estoque de debêntures total. Usou-se o estoque total porque, apesar de ser possível considerar apenas os negócios extragrupo, não se conseguiu distinguir as negociações por papel, que, potencialmente, envolvem operações pontuais de transferência de debêntures não distribuídas no mercado primário. Dessa forma, o giro do mercado secundário de debêntures pode ser sintetizado pela Tabela 4.

Tabela 4

Razão entre o volume negociado extragrupo e o estoque total de debêntures, excluindo-se as de *leasing* e considerando-se um horizonte de 12 meses

Ano	Giro – 12 meses (Reune)
2013	4,5%
2014	8,5%
2015 (até Jun)	9,8%

Fonte: Elaboração própria, com base em dados internos do BNDES e dados obtidos nos *sites* da Anbima, da Cetip e da CVM.

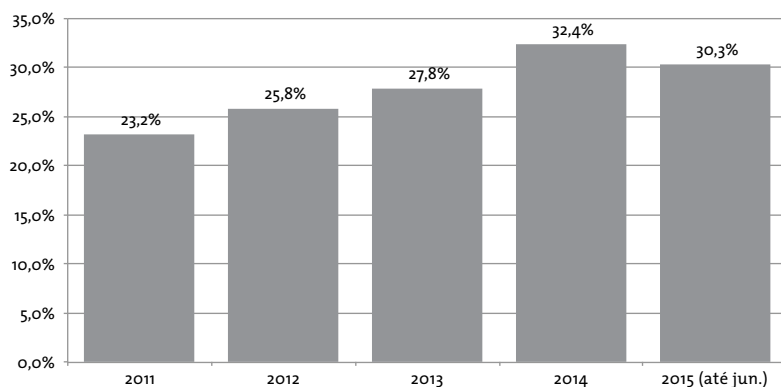
A partir dessa tabela, o giro observado no mercado secundário de debêntures brasileiro, em base anual, é da ordem de 10%. Por sua

vez, o giro do mercado de títulos públicos federais é da ordem de 130%, o que também indica uma diferença de escala muito grande entre esses dois mercados.

Para uma análise de evolução, em perspectiva temporal, julga-se ser mais adequado utilizar os dados da Cetip, conforme exposto anteriormente. Novamente, trataram-se os dados para considerar apenas as debêntures distribuídas, tanto no numerador, quanto no denominador. Vale lembrar as ressalvas feitas na seção anterior, quando foi apresentada a metodologia para estimação do estoque efetivo em mercado: caso o denominador esteja subestimado, então o número de giro está superestimado, o que demanda cautela na análise do nível de giro apresentado. O Gráfico 18 expõe a evolução do giro das debêntures distribuídas.

Gráfico 18

Giro (12 meses) – debêntures distribuídas



Fonte: Elaboração própria, com base em dados internos do BNDES e dados obtidos nos *sites* da Anbima, da Cetip e da CVM.

Nota: Razão entre o volume negociado e o estoque total de debêntures distribuídas quando da emissão, excluindo-se as de *leasing* e considerando-se um horizonte de 12 meses.

O gráfico expõe uma tendência de crescimento do giro, também observada nas outras medidas. Isso significa que o crescimento do volume negociado mais do que superou o crescimento do estoque, mostrando, sob mais uma perspectiva, um aumento da profundidade do mercado local.

Para complementar a análise da medida de giro, a Tabela 5 mostra o giro das debêntures incentivadas distribuídas *vis-à-vis* ao total das debêntures distribuídas, com base nos dados da Cetip.

Tabela 5

Razão entre o volume negociado e o estoque total de debêntures distribuídas quando da emissão, excluindo-se as de *leasing* e considerando-se um horizonte de 12 meses, com segregação por debêntures incentivadas

Ano	Giro – 12 meses (total distribuídas)	Giro – 12 meses (incentivadas distribuídas)
2011	23,2%	N.D.
2012	25,8%	N.D.
2013	27,8%	174,4%
2014	32,4%	81,7%
2015 (até Jun)	30,3%	71,9%

Fonte: Elaboração própria, com base em dados internos do BNDES e dados obtidos nos *sites* da Anbima, da Cetip e da CVM.

A Tabela 5 aponta que o giro das debêntures incentivadas distribuídas é consistentemente superior ao giro da amostra total de debêntures distribuídas.

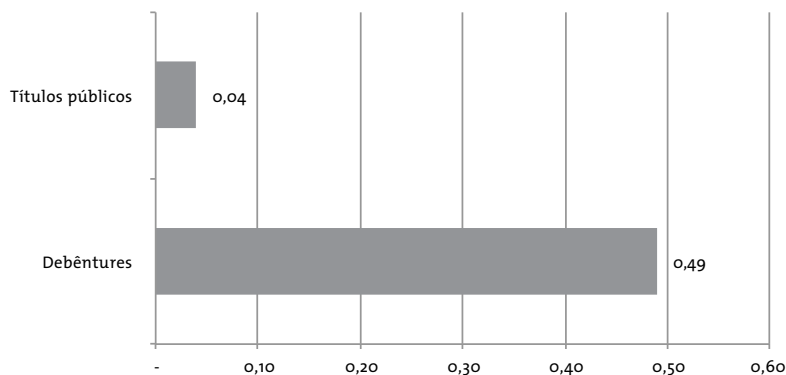
Spread de compra e venda

Por fim, analisamos a dimensão *spread* por meio de uma medida de diferença entre *spreads* de compra e venda (*bid-ask spreads*). Um *spread* largo denota incerteza a respeito do preço justo do papel, fazendo com que os negociadores requeiram margem para cobrir possíveis erros na precificação. Além disso, impõe custos para uma gestão ativa, que realiza com compras e vendas constantes. Essa medida é interessante porque captura questões relacionadas à transparência do mercado, mas é de difícil mensuração, uma vez que as informações de negócios concretizados são mais amplamente difundidas que as de ofertas firmes.

O Gráfico 19 expõe uma comparação entre o *bid-ask spread* das debêntures atreladas ao IPCA e das NTN-Bs.

Gráfico 19

Bid-ask spread (IPCA)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de *calls* de corretoras e da Bloomberg.

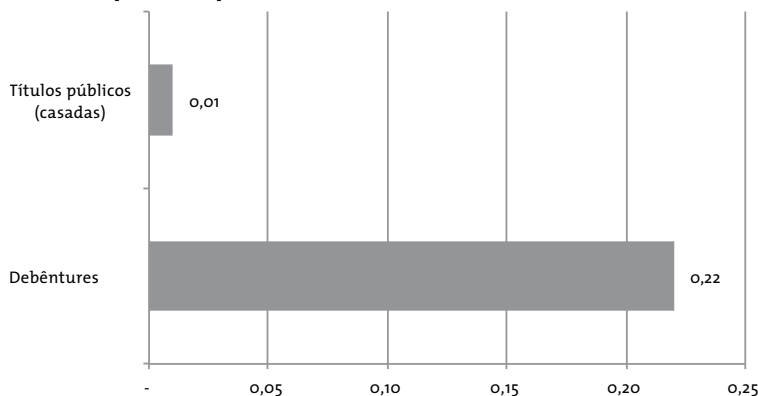
Nota: Diferença entre as taxas ofertadas de compra e venda em *calls* de corretoras.

Data-base: 30 de junho de 2015.

Já o Gráfico 20 expõe uma comparação entre o *bid-ask spread* das debêntures remuneradas por CDI + *spread* e as operações casadas de títulos públicos prefixados com DI futuro.¹⁸

Gráfico 20

Bid-ask spread (spread sobre CDI)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de *calls* de corretoras e da Bloomberg.

Nota: Diferença entre as taxas ofertadas de compra e venda em *calls* de corretoras.

Data-base: 30 de junho de 2015.

Pelos gráficos, fica claro como o *bid-ask spread* das debêntures é bastante largo, tanto em termos absolutos, quanto em comparação ao mercado de títulos públicos. Isso representa uma dificuldade de precificação das debêntures e implica uma elevada dificuldade para concretização de negócios.

Optou-se por não apresentar dados segregados para as debêntures incentivadas, pois questões de transparência permeiam o mercado

¹⁸ Entende-se que a referência mais adequada para comparação com uma debênture pós-fixada é uma operação de título pré-fixado atrelada a um derivativo que protege contra o risco de taxa pré-fixada, resultando em uma posição sintética pós-fixada.

como um todo. Embora relativamente sejam mais líquidas, conforme as subseções anteriores mostraram, as debêntures incentivadas apresentam características e fluxos mais complexos. Então, não se vê razão, *a priori*, para expor esse dado em separado.

Diagnóstico

Por fim, cabe destacar que as medidas de liquidez devem ser analisadas de forma conjunta, com o devido entendimento de suas restrições e particularidades, e contextualizadas no mercado em questão. A partir do conjunto de dados exposto nesta seção, conclui-se que a liquidez do mercado secundário brasileiro, apesar de baixa, está em evolução, com elevada participação das debêntures incentivadas. Contudo, não se deve esperar uma evolução na linha dos níveis observados no mercado de títulos públicos, que apresenta escala muito diferente tanto no Brasil quanto no restante do mundo, conforme aborda a próxima seção. Ainda, deve-se ressaltar que o momento atual do mercado primário, com volume reduzido de emissões e distribuições, predominância do CDI como indexador e redução dos prazos, pode ter efeito negativo sobre a liquidez nos próximos anos.

Mercado internacional

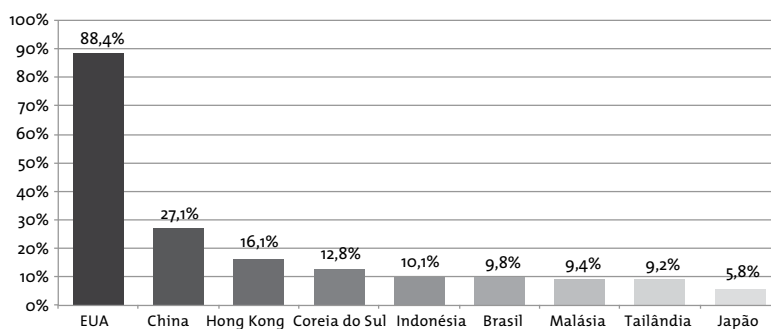
A seção anterior apresentou diversas medidas de liquidez para o mercado secundário brasileiro. O consenso dos investidores do mercado brasileiro é de que, embora seja percebida uma evolução, esse mercado é ilíquido. Para agregar mais elementos nessa discussão e contextualizar os dados brasileiros no mercado internacional, vale apresentar também indicadores de liquidez do mercado de dívida corporativa de outros países.

Primeiramente, cumpre destacar que, quando se pretende comparar a liquidez entre diversos países, apesar de haver diversos estudos sobre o tema, a metodologia de apuração dos dados e construção das séries não é padronizada. Este é um fator que dificulta a realização de análises comparativas entre mercados.

Ressalvado esse ponto, o Gráfico 21 apresenta o indicador de giro do mercado de renda fixa corporativa para alguns países, incluindo-se o Brasil. Para o dado de giro brasileiro, optou-se por adotar aquele baseado nos dados do Reune, que se julga prover um retrato mais representativo do mercado local, em relação ao estoque de debêntures total. Com o objetivo de manter consistência, dado que não se detém conhecimento específico sobre o mercado internacional, preferiu-se usar os dados efetivamente observados e não efetuar os tratamentos realizados nas seções anteriores.

Gráfico 21

Giro anual do mercado de renda fixa corporativa



Fonte: Elaboração própria, com base em dados obtidos nos *sites* de Asian Bonds Online, Securities Industry and Financial Markets Association (Sifma), Reune (Anbima) e Cetip.

Nota: Para os dados de EUA e Hong Kong, foram utilizados dados para o período de abril de 2014 a março de 2015. Para os outros países, o período considerado foi julho de 2014 a junho de 2015.

Observa-se que, em termos de giro médio em base anual, a liquidez do mercado brasileiro é comparável à do mercado asiático, e substancialmente inferior ao do mercado norte-americano, referência mundial de liquidez.¹⁹

Em linhas gerais, a literatura mostra que o giro do mercado de dívida corporativa é maior em mercados desenvolvidos do que nos em desenvolvimento.²⁰ Uma das razões apontadas para essa diferença é que, nos mercados emergentes, as emissões ocorrem de forma menos frequente, incentivando que os agentes possuam um perfil *buy-and-hold*, uma vez que a reposição de ativos em caso de alienação torna-se incerta.²¹ Assim, a falta de emissões no mercado primário acaba por desincentivar negociações no secundário, conforme já pontuado para o mercado brasileiro.

Outra razão apontada é a insuficiência de instrumentos de proteção (*hedge*) nos mercados emergentes. Ao adquirir um título corporativo, o investidor se expõe a uma série de riscos, tais como mercado, crédito e liquidez. Os mercados dos países desenvolvidos possuem uma gama maior de instrumentos para que o investidor possa mitigar esses riscos, incentivando negócios com esses papéis.

Para complementar o cotejo feito entre os mercados de debêntures e títulos públicos brasileiros, o Gráfico 22 apresenta uma comparação entre o giro do mercado de renda fixa corporativa e de títulos públicos.

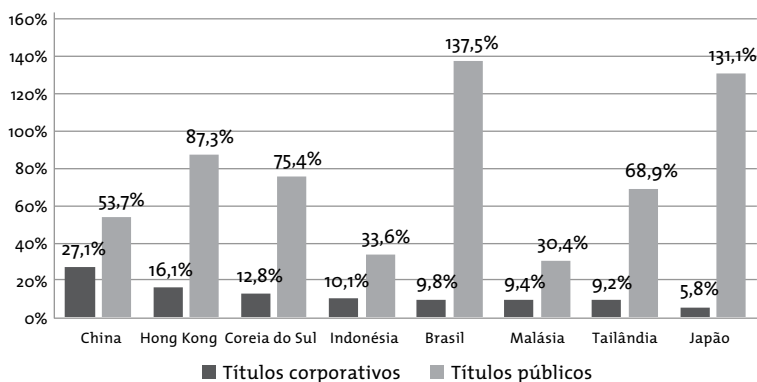
¹⁹ Destaca-se que, analogamente ao que ocorre no mercado brasileiro, o volume de negócios tende a estar concentrado em uma cesta de papéis específicos mais líquidos.

²⁰ Vide Tendulkar e Hancock (2014).

²¹ Vide Çelic, Demirtas e Isaksson (2015).

Gráfico 22

Giro anual do mercado – títulos corporativos x títulos públicos



Fonte: Elaboração própria, com base em dados obtidos nos *sites* de Asian Bonds Online, Sifma, Reune (Anbima) e Cetip.

Nota: Para Hong Kong, foram utilizados dados para o período de abril de 2014 a março de 2015. Para os outros países, o período considerado foi julho de 2014 a junho de 2015. Os dados norte-americanos foram ocultados do gráfico para não distorcer a escala.

Vale destacar que o giro de títulos públicos no mercado norte-americano, para o período de abril de 2014 a março de 2015, é de cerca de 1.023%, enquanto o de dívida corporativa é de cerca de 88%.

Para todos os países apresentados, constata-se uma relativa iliquidez nos mercados de dívida corporativa frente ao mercado de títulos públicos. Uma das possíveis razões para essa diferença está relacionada às características dos ativos: enquanto os títulos públicos são padronizados e negociados de forma centralizada, usualmente em plataformas eletrônicas e em emissões em grandes volumes, os títulos corporativos possuem emissões esporádicas, com vencimentos e volumes de emissão variados.²²

²² Para mais informações, ver Tendulkar e Hancock (2014).

Assim, pode-se constatar que o mercado de dívida corporativa brasileiro apresenta características semelhantes a outros países em desenvolvimento, o que se reflete nos indicadores de liquidez apresentados.

Considerações finais

Este artigo abordou aspectos do mercado secundário de debêntures brasileiro, bem como fatores que impactam sua liquidez. Também apresentou diversas medidas de liquidez do mercado local e teceu uma comparação com o mercado de dívida corporativa internacional. Com base nas medidas apresentadas, conclui-se que a liquidez do mercado secundário brasileiro, apesar de reduzida, está em evolução. Aponta-se que as debêntures incentivadas têm apresentado uma liquidez superior à das corporativas. Além disso, pontua-se que a liquidez do mercado de debêntures brasileiro é comparável à observada nos mercados asiáticos. Também percebe-se que a liquidez do mercado de renda fixa corporativa é significativamente inferior à do mercado de títulos soberanos. Esse padrão é observado não apenas no Brasil, mas nos mercados internacionais.

Conforme abordado, vale destacar que o ambiente econômico é variável fundamental para o desenvolvimento desse mercado: em particular, o nível das taxas de juros, soberanas, as perspectivas de investimentos das companhias e as incertezas macroeconômicas.

A partir do exposto, com uma análise mais aprofundada das características desse mercado e dos dados, entende-se como necessária a construção de uma agenda positiva para incentivar o desenvolvimento do mercado, visando endereçar quatro dimensões principais: (i) incentivo à oferta de debêntures; (ii) incentivo à demanda por debêntures; (iii) arcabouço regulatório; e (iv) estrutura do mercado secundário.

No que se refere ao incentivo à oferta de papéis, o BNDES adotou algumas iniciativas visando aumentar a percepção de segurança por parte dos investidores,²³ quais sejam: compartilhamento de garantias com operações do BNDES; vencimento antecipado cruzado com contratos de financiamento do BNDES; e a criação da Linha de Suporte a Liquidez para Juros de Debêntures, que funciona como uma linha de crédito contingente para cobrir pagamento de juros aos debenturistas em caso de restrições de liquidez em projetos de infraestrutura. Ainda, com o objetivo de estímulo a emissões, o BNDES alterou recentemente suas Políticas Operacionais, concedendo custos diferenciados caso a empresa beneficiária acesse o mercado de renda fixa. Sobre essa dimensão, vale destacar, ainda, outras iniciativas que potencialmente impactariam o acesso ao mercado e o volume de emissões, tais como o estímulo à prática de concessão de garantias a emissões e ao aperfeiçoamento na governança de empresas de menor porte.

Como medidas para incentivar a demanda por debêntures, podemos citar o fomento a instrumentos para mitigação de riscos, como aluguel de títulos e operações compromissadas, que permitiriam a venda a descoberto desses papéis, bem como os derivativos de crédito. Também se pontua a necessidade de se estimular a participação mais ativa de outros participantes nesse mercado.

Na dimensão regulatória, seria bastante relevante para o desenvolvimento deste mercado o incentivo à celeridade e à simplificação nos processos de emissão. Com isso, espera-se observar uma redução dos custos atrelados à realização de ofertas públicas, impulsionando a originação de ativos, e uma ampliação do universo de potenciais emissores, impulsionando a liquidez do mercado secundário. Nesse sentido, em 2014, houve alteração na iCVM 476 que

²³ Para mais informações, veja a seção “Áreas de Atuação”, acessível pelo link <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Areas_de_Atuario/Mercado_de_Capitais>.

permitiu ampliar a procura por investidores e a base de subscritores nas ofertas. Tal modificação tende a favorecer a pulverização das ofertas entre investidores qualificados sem impor custos adicionais significativos ao processo de emissão. Outras iniciativas interessantes passariam pela facilitação das emissões via iCVM 400, de modo a incentivar sua utilização por um universo maior de emissores e permitir esforços amplos de distribuição. Ainda, pode-se citar a adoção de iniciativas para aperfeiçoamento na regulação tributária, como por exemplo, a redução de assimetria entre os produtos.

No que diz respeito à estrutura do mercado secundário, iniciativas que visem à redução dos custos de transação, à padronização, à transparência e ao aperfeiçoamento na precificação dos papéis poderiam impulsionar a realização de negócios. Nesse sentido, destacam-se os grupos de trabalho interdisciplinares, coordenados pela Anbima, que visam à padronização de cláusulas de escrituras de debêntures e à melhoria na precificação das debêntures. Ainda, um passo futuro importante seria a criação de ferramentas que facilitem a aferição dos *spreads* de crédito dos ativos,²⁴ aumentando a transparência do mercado secundário e reduzindo os custos de transação.

Dessa forma, a partir de uma agenda de iniciativas, espera-se elevar a atratividade do mercado de renda fixa corporativa brasileiro, tanto para os investidores, quanto para as empresas emissoras. Assim, almeja-se que sejam abertas novas fontes de recursos privados para o financiamento de projetos diversos, fundamentais para o desenvolvimento da economia brasileira.

²⁴ No caso dos papéis remunerados por um percentual do CDI ou por IPCA + *spread*, a extração do *spread* de crédito dos negócios, que é uma das informações mais relevantes das operações, não é imediata. A esse respeito, a Anbima tem reportado curvas de *spread* de crédito para diferentes níveis de risco. A ferramenta constitui uma referência para a precificação de ativos de crédito privado, aumentando a transparência no mercado secundário. A Bloomberg também tem reportado estar desenvolvendo ferramentas nesse sentido.

Referências

BRASIL. Lei 12.431, de 24 de junho de 2011. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12431.htm>. Acesso em: 22 out. 2010.

ÇELIC, S.; DEMIRTAS, G.; ISAKSSON, M. Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance. *OECD: Corporate Governance: Working Paper*, Paris, n. 16, 2015.

CVM. Instrução CVM 400, de 29 de dezembro de 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst400.html>>. Acesso em: 22 out. 2015.

_____. Instrução CVM 476, de 16 de janeiro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst476.html>>. Acesso em: 22 out. 2015.

DONG, J.; KEMPF, A.; YADAY, P. Resiliency, the neglected dimension of market liquidity: empirical evidence from the new york stock exchange. *Social Science Research Network*, 1 mar. 2007. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=967262>. Acesso em: 22 out. 2015.

GIACOMONI, B.; SHENG, H. H. O impacto da liquidez nos retornos esperados das debêntures brasileiras. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 48, n. 1, p. 80-97, jan./fev./mar. 2013.

SAITO, R.; SHENG, H. H. Liquidez das debêntures no mercado brasileiro. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 43, n. 2, p.176-185, abr./maio/jun. 2008.

SARR, A.; LYBEK, T. Measuring liquidity in financial markets. *IMF Working Paper*, n. 02/232, Dec. 2002. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02232.pdf>>. Acesso em: 22 out. 2015.

TENDULKAR, R.; HANCOCK, G. Corporate global markets: a global perspective. *OICV-IOSCO: Working Paper*, v. 1, feb. 2014. Disponível em: <http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/affairs/affairsiosco/201404/p020140416491216873317.pdf>. Acesso em: 22 out. 2015.

TORRES FILHO, Ernani; MACAHYBA, L. *Os mercados brasileiro e britânico de títulos corporativos: evolução recente, estrutura regulatória, principais problemas e propostas para o desenvolvimento do mercado brasileiro*. Brasília: CNI, 2014.